

## 摘要

近年来，随着资本市场的发展，越来越多的企业想要寻求进入资本市场以获得大额融资，相比较而言，IPO程序繁琐、周期漫长且条件苛刻，因此对于许多急于上市的企业来说，借壳上市以其高效便捷的优点成为了这部分企业的选择。为了缓解交易双方在借壳上市交易中由信息不对称带来的交易不公问题，业绩承诺制度逐渐被越来越广泛地运用，企业通过借壳完成上市后对承诺期间的业绩做出承诺，如果达不成既定目标就须做出补偿。但是近年来，借壳上市公司出于提升标的资产估值以及提升市场预期的目的，往往会签订较高的业绩承诺目标，而后在面对高额的业绩压力时，就会通过实施盈余管理行为调节企业业绩水平以使企业业绩精准达成，而当企业因经营状况恶化而无法实现业绩要求的时候，就会更倾向于通过盈余管理改善业绩以尽量减少业绩补偿数额，这在很大程度上扰乱了资本市场秩序，承诺期届满后的业绩变脸也给投资者带来了巨大损失，因此对业绩承诺下的企业盈余管理具体方式进行深入分析就变得极具价值。

本文选取2019年完成借壳上市的罗欣药业为案例，深入分析其在业绩承诺期间的盈余管理具体操作方法。本文在对国内外关于借壳上市、盈余管理、业绩承诺的研究现状进行了归纳整理、对相关理论和概念进行梳理后，结合我国国内资本市场的借壳上市及业绩承诺完成现状，对罗欣药业在借壳上市后业绩压力下的盈余管理行为进行分析。通过结合大量公司财务数据与行业数据，本文先是初步识别除了罗欣药业在业绩承诺期间内存在盈余管理行为，其后深入分析罗欣药业的具体盈余管理操作模式，在真实盈余管理方面，罗欣药业通过赊销扩大收入的同时缩减企业研发费用，在应计盈余管理方面，其改变研发投入资本化比例、保守计提坏账准备、推迟确认销售费用。基于上述分析结果，本文提出监管方面的完善与优化，建议完善业绩承诺制度、改进业绩承诺专项审计以及加大外部监管和惩罚力度。

本文的创新点在于国内目前有关于业绩承诺的研究多集中于其给资本市场带来的积极作用，有关于业绩承诺下企业盈余管理行为这一细分领域内的研究尚不够完善，因此本文从一个崭新的角度，将业绩承诺与上市公司盈余管理行为联系起来，希望能够给之后的有关于借壳上市业绩承诺期间的盈余管理行为深入分析提供一些启发。

**关键词：**借壳上市；业绩承诺；盈余管理

## Abstract

In recent years, with the development of the capital market, more and more enterprises want to enter the capital market to obtain large amounts of financing. Comparatively speaking, IPO procedures are complicated, the cycle is long and the conditions are harsh. Therefore, for many enterprises eager to go public, backdoor listing has become the choice of these enterprises with its advantages of efficiency and convenience. In order to alleviate the unfair transaction caused by information asymmetry in backdoor listing transactions, the performance commitment system has been gradually applied more and more widely. After completing the listing through backdoor, enterprises make a commitment to the performance within the commitment period, and if they fail to reach the set goals, they must make compensation. However, in recent years, for the purpose of improving the valuation of underlying assets and improving market expectations, backdoor listed companies often sign high performance commitment targets. Then, when faced with high performance pressure, they will adjust the performance level of enterprises by implementing earnings management behavior so as to achieve accurate performance. However, when enterprises fail to meet the performance requirements due to deteriorating operating conditions, They are more inclined to improve performance through earnings management to minimize the amount of performance compensation, which disturbs the order of the capital market to a large extent, and the performance change after the expiration of the commitment period also brings huge losses to investors. Therefore, it becomes extremely valuable to conduct in-depth analysis on the specific ways of earnings management under the performance commitment.

In this paper, Luoxin Pharmaceutical, which completed backdoor listing in 2019, is selected as the case to analyze its specific operating methods of earnings management during the performance commitment period. This paper summarized and sorted out the research status of backdoor listing, earnings management and

performance commitment at home and abroad, sorted out the relevant theories and concepts, combined with the status quo of backdoor listing and performance commitment in the domestic capital market, analyzed the earnings management behavior of Luoxin Pharmaceutical under the pressure of performance after backdoor listing. By combining a large number of corporate financial data and industry data, this paper initially identified the earnings management behavior of Luo Xin Pharmaceutical during the performance commitment period, and then in-depth analyzed the specific earnings management mode of Luo Xin Pharmaceutical. In terms of real earnings management, Luo Xin Pharmaceutical expanded its income through credit sales while reducing its R&D expenses. In terms of accrual earnings management, It changed the capitalization ratio of research and development investment, conservative provisions for bad debts, delayed the recognition of sales expenses. Based on the above analysis results, this paper proposes the improvement and optimization of supervision, and suggests improving the performance commitment system, improving the special audit of performance commitment, and increasing the intensity of external supervision and punishment. The innovation of this paper lies in that current domestic researches on performance commitment mostly focus on its positive effect on the capital market, while researches on earnings management behavior of enterprises under performance commitment are not perfect yet. Therefore, this paper links performance commitment with earnings management behavior of listed companies from a brand new perspective. It is hoped to provide some inspiration for the in-depth analysis of earnings management behavior during the performance commitment period of backdoor listing.

**Key Words:** Backdoor listing; Performance commitment; Earnings management

# 目录

<b>1. 绪论</b> .....	<b>3</b>
1.1 研究背景与意义 .....	3
1.2 研究框架与研究方法 .....	5
1.3 研究理论基础 .....	7
1.4 论文的创新与局限性 .....	9
<b>2. 文献综述</b> .....	<b>11</b>
2.1 关于借壳上市的研究现状 .....	11
2.1.1 借壳上市动因研究现状 .....	11
2.1.2 借壳上市绩效研究现状 .....	12
2.2 关于业绩承诺的研究现状 .....	12
2.2.1 业绩承诺的正面影响研究 .....	12
2.2.2 业绩承诺的负面影响研究 .....	13
2.3 关于盈余管理的研究现状 .....	13
2.3.1 盈余管理的动机研究 .....	14
2.3.2 盈余管理的手段研究 .....	15
2.3.3 盈余管理的绩效研究 .....	16
2.4 关于业绩承诺下盈余管理的研究现状 .....	16
2.5 文献综述评述 .....	18
<b>3. 上市公司业绩承诺与盈余管理现状分析</b> .....	<b>19</b>
3.1 业绩承诺规模 .....	19
3.2 承诺期内业绩完成率分布情况 .....	20
3.3 业绩承诺期内业绩未达标时期分布 .....	21

3.4 业绩承诺背景下企业实施盈余管理行为的必然性 .....	22
<b>4. 案例分析 .....</b>	<b>24</b>
4.1 案例选择说明 .....	24
4.2 案例公司介绍 .....	25
4.2.1 借壳公司——罗欣药业 .....	25
4.2.2 壳公司——东音股份 .....	25
4.3 罗欣药业借壳东音股份上市事件全过程 .....	26
4.3.1 交易主体达成借壳上市的背景及动因 .....	26
4.3.2 借壳上市整体方案 .....	32
4.3.3 借壳上市完成结果 .....	34
4.3.4 关于业绩承诺情况的介绍 .....	34
4.4 罗欣药业基于业绩承诺的盈余管理行为分析 .....	36
4.4.1 罗欣药业承诺期间内存在盈余管理行为的初步识别 .....	36
4.4.2 罗欣药业承诺期间的真实盈余管理手段 .....	39
4.4.3 罗欣药业承诺期间的应计盈余管理手段 .....	44
4.4.4 罗欣药业承诺期间的盈余管理行为总结 .....	50
4.5 针对借壳上市业绩承诺下盈余管理行为的监管建议 .....	51
4.5.1 改善业绩承诺制度 .....	51
4.5.2 完善对业绩承诺的专项审计 .....	52
4.5.3 加大监管和惩罚力度 .....	52
<b>5. 结论及启示 .....</b>	<b>53</b>
5.1 结论 .....	53
5.2 启示 .....	54
<b>参考文献 .....</b>	<b>56</b>
<b>后记 .....</b>	<b>62</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>63</b>
<b>在读期间科研成果目录 .....</b>	<b>64</b>

# 1. 绪论

## 1.1 研究背景与意义

### 一、研究背景

从上个世纪 90 年代开始，我国国内资本市场进入一个快速发展的时期，经过几十年不断的政策推出与变革，国内资本市场已经处在一个较为成熟的状态，良好的经济环境和宏观政策给各个企业带来了新的发展机遇。因此对于寻求更大发展的企业来说，通过进入资本市场获得大额融资，才能满足扩大经营生产和战略转型所需的大量资金需求。而对于寻求进入资本市场进行融资的企业来说，其所选择的进入途径至关重要。最常见的上市形式为企业 IPO，但是 IPO 的周期较长、条件苛刻且程序繁琐，因此一部分企业可能无法达到 IPO 的门槛要求，而另一部分的企业可能会考虑到时间成本等因素也望而却步。基于这种现状，“借壳上市”作为一种更为便捷高效的上市途径，便成为了许多企业的选择。

“借壳上市”顾名思义，即通过在资本市场中寻觅合适的上市壳公司，通过重大资产重组等形式将自身的优质资产注入到壳公司里面，从而成功脱胎换壳成为一家上市公司。借壳上市相比 IPO 有较多优势，比如周期更短、程序简单、条件没有那么严苛等等，因此越来越多的企业选择通过这种方式完成上市。但是随着这种上市方式越来越被青睐，其背后的种种问题也逐渐暴露出来，比如由于并购重组双方之间存在信息差，因此标的资产估值容易出现不公允的情况，而作为壳源的上市公司也可能出于自身利益隐瞒部分信息，导致借壳公司处在一个较为被动的位置上。

基于借壳上市中可能出现的种种不公允的情况，为了保护并购方以及外部投资者的利益，业绩承诺制度便应运而生。国内首次将其运用在重大资产重组的时间是 2008 年，其引入是基于当年证监会出台的有于重大资产重组

的最新管理办法。在 2008 年发布的这一办法中，证监会表示公司应当针对重大资产重组后的三年盈利情况做出预测，并且在这期间披露每年的实际情况是否与其预测相一致，如果出现不一致，公司就需要基于出现的差异做出相应的补偿。业绩承诺协议在借壳上市中的运用表现为，通过借壳完成上市后的企业的控股股东需要就企业上市后的业绩对原上市公司进行承诺，双方通过协议的形式约定承诺期间、业绩承诺目标以及补偿折算方案、补偿形式等等条款。这种业绩补偿协议的形式在一定程度上缓解了由于交易各方信息差而导致的市场不公允，但伴随业绩承诺协议有产生了一个新的问题，即企业出于提高市场对公司前景的预期以及提高标的资产估值的需求，往往会签订较高的业绩承诺，这就导致企业在协议约定的业绩承诺期间内承担不小的业绩压力，因而就很可能出于规避业绩补偿的动力而对业绩进行盈余管理，使得业绩能够达到协议要求，可以说，借壳上市企业通过盈余管理调节企业业绩水平已经成为一个普遍现象。

而这些年来，这种业绩承诺压力下通过盈余管理粉饰报表从而达成业绩目标的行为逐渐陷入争议，不少借壳上市后的企业在承诺期限届满后出现业绩变脸，利润水平及现金流量水平都大幅下跌，这损害了外部投资者的利益，也在很大程度上扰乱了资本市场的基本秩序，因而，关于业绩承诺达标压力下的企业盈余管理行为就越发值得关注和探讨。本篇论文选取 2019 年底完成借壳上市的罗欣药业为案例进行分析，结合大量文献资料深入讨论其在 2019 年到 2021 年的三年业绩承诺期内的盈余管理行为初步识别以及盈余管理途径，希望能够为这之后的业绩承诺下盈余管理的学术研究提供一些参考。

## 二、研究意义

### ①理论意义

由于业绩承诺在我国国内资本市场的最早引入时间为 2008 年，因此发展时间并不算太长，学术界针对于业绩承诺的研究还不算成熟。国内学者针对于业绩承诺的已有研究多停留在其带来的积极作用，例如缓解由于客观信息差的交易不公允、对企业高管提升业绩存在的客观激励作用等等，而有关于盈余管理的学术研究也大多停留在对盈余管理的识别、盈余管理的模式以及盈余管理的绩效影响等等方面，将二者结合起来深入分析业绩实现需求下的企业盈余管理行为模式的研究尚不够完善，因此本篇论文选择典型案例作为



切入点，分析研究通过借壳上市后的企业在面对高额业绩承诺压力下会如何进行盈余管理以调节企业盈余，以点带面，希望能够丰富针对于业绩承诺与盈余管理之间联系的研究，为之后的学者进行更深入的分析提供一个重要参考。

## ②现实意义

近年来越来越多的企业选择通过借壳上市进军资本市场，业绩承诺制度也运用地越来越广泛，伴随业绩承诺而来的消极作用也越来越明显。引入业绩承诺的初衷本是换了缓解并购重组中的交易不公允，但上市企业通过签订高额业绩承诺完成上市，而后当面对可能无法实现业绩要求的压力时，就会出于规避补偿或者尽可能减少补偿金额的目的而对企业盈余进行管理。本文通过对罗欣药业在业绩承诺期间的盈余管理行为进行初步识别以及具体操作方法分析，首先希望能够给广大投资者提供一些警醒，意识到上市企业的高额业绩承诺可能会滋生盈余管理行为，避免承诺期限届满后由于业绩变脸而遭受投资损失；其次，希望能够使上市企业提升风险意识，基于理性和合理的判断对未来的业绩做出承诺，避免因一时的标的资产估值利益而背负巨大业绩压力和风险；最后，希望通过对案例公司盈余管理途径的分析，为相关资本市场监管部门提供一些参考，便于其对业绩承诺上市公司的盈余管理行为进行识别判断，从而推进相关监管体系的进一步完善，促进我国国内资本市场的正向发展。

而这些年来，这种业绩承诺压力下通过盈余管理粉饰报表从而达成业绩目标的行为逐渐陷入争议，不少借壳上市后的企业在承诺期限届满后出现业绩变脸，利润水平及现金流量水平都大幅下跌，这损害了外部投资者的利益，也在很大程度上扰乱了资本市场的基本秩序，因而，关于业绩承诺达标压力下的企业盈余管理行为就越发值得关注和探讨。本篇论文选取 2019 年底完成借壳上市的罗欣药业为案例进行分析，结合大量文献资料深入讨论其在 2019 年到 2021 年的三年业绩承诺期内的盈余管理行为初步识别以及盈余管理途径，希望能够为这之后的业绩承诺下盈余管理的学术研究提供一些参考。

## 1.2 研究框架与研究方法

## 一、研究框架

本文选取 2019 年通过借壳完成上市的罗欣药业为案例，其在 2019 年至 2021 年的三年业绩承诺期间，于 2019 年精准踩线达到业绩目标，2020 年和 2021 年在疫情的巨大冲击下仍能够保证 50% 以上的业绩完成率，然而到了 2022 年却宣布企业发生 10 亿元左右的业绩亏损，不免令人瞠目。本文结合企业以及所处行业相关信息对罗欣药业在承诺期间内可能存在盈余管理行为进行初步识别分析，而后通过仔细深入对比分析罗欣药业在这三年内以及期前后期的财务数据，对其盈余管理方法进行整理归纳。

基于以上内容，本篇论文的研究框架大致如下：

第 1 章为绪论。这一章将首先阐述本文的研究背景，分析本篇论文的理论意义与现实意义；接着阐明本篇论文在行文过程中运用到的研究方法，以及整篇论文的结构安排；接着将介绍本篇论文正文分析的理论基础，包括信息不对称理论、信号传递理论、目标设定理论、不完全契约理论；最后总结本篇论文的创新点，以及可能存在的不足。

第 2 章为文献综述。这一章将首先进行述评相关文献研究，从国内国外两个角度，分别对针对借壳上市、业绩承诺、盈余管理、业绩承诺下盈余管理四个领域的研究现状进行总结；在盈余管理部分对盈余管理方式的当前研究首先进行了一个整体概述，分别介绍真实盈余管理与应计盈余管理，并对学术界对其特点的研究进行总结，为后文的具体案例分析做铺垫。

第 3 章为我国国内资本市场业绩承诺与盈余管理现状。这一章首先通过阐述我国国内资本市场近十年的借壳上市企业数量以及相应做出业绩承诺的企业数量；接着按照历年业绩完成率的分布区间，将上述业绩承诺企业的业绩完成情况进行整理，以试图得出借壳上市业绩承诺完成率的现状；再接着根据承诺期间内历年未完成情况的占比，将上述业绩承诺企业未完成项目进行汇总分类，以此得出近十年未完成当年业绩目标的情况在历年的占比；最后基于上述现状阐述当前业绩承诺制度下企业实施盈余管理行为的必然性

第 4 章为案例分析。此章节为核心章节，在本章节中，首先阐述选择案例的原因，借壳上市的交易双方、借壳上市事件全程回顾，在事件回顾中详细分析了借壳背景及动因、借壳整体方案以及业绩承诺情况介绍；接着便开展对罗欣药业业绩承诺下的盈余管理行为分析，其中包括对其盈余管理行为

的初步识别和具体操作方法分析；最后基于上述分析结果，就监管层面的完善和优化提出了自己的建议。

第5章为结论和启示。首先基于全文的分析内容进行归纳和总结，对罗欣药业在2019年-2021年的盈余管理行为进行综合描述，接着就基于上述结论分别阐述投资者视角和上市公司视角的启示。

## 二、研究方法

### ①文献研究法

通过大量地查阅相关文献，在查阅过程中对信息进行筛选和比对，选择性地吸收和汲取之前的学者通过研究得出的各种结论，并将其作为论据用以支撑自己的想法和思路，最终形成自己的结论和成果。

### ②案例研究法

是指将某一特定案例作为某一问题的典型代表，通过搜寻其相关资料，使用特定方法深入分析其数据以得出结论，从而达到将抽象的问题具象化，将普适的问题特个体化的目的。本文选取罗欣药业借壳上市案例，通过深入分析其上市后的财务信息，归纳总结其基于业绩承诺下的盈余管理行为模式。

### ③比较分析法

比较分析包括横向分析和纵向分析，横向分析是指将同一时期不同主体的指标进行比较，纵向分析是将同一主体不同时期的指标进行比较。本文中，在分析罗欣药业业绩承诺期间的盈余管理引起的经济后果时将采取纵向分析，在分析其业绩承诺期间的盈余管理行为模式时将采取横向分析，将其与同行业公司比较比对，从而达到相互佐证支撑的作用。

## 1.3 研究理论基础

本文的案例分析部分中涉及到的相关理论如下：

### ①信息不对称理论

信息不对称理论是指在市场活动中，不同交易主体能够获得的信息范围是不一致的，能够掌握更多更全面的信息的一方在交易当中会更具有优势，而另外一方就会因为所谓信息的有限而变得相对被动。

信息不对称体现在并购重组中，主要是两个层面的信息差，首先是并购

方与被并购方的信息差，被并购方作为资产的拥有者，对自身的资产掌握更多的信息，并购方作为外部的购买者，很难全面地获取有关目标企业的所有财务和非财务信息，尤其是有关于目标企业资产质量的不利信息，例如企业潜在债务或潜在亏损等等，但是资产估值作为并购重组中极为重要的一环，其评估方法的选择、评估假设的设定、相关评估参数的确定等等在很大程度上都是依赖于评估者的主观判断，而主观判断又是基于评估者对客观信息的收集，故而买卖双方的这种信息差会使购买方处在较为被动的位置上，影响其对标的资产的价值判断，从而付出高额的并购成本。业绩承诺的形式在一定程度上就补偿了并购方所承担的这种风险，被并购方通过业绩承诺协议，对标的资产未来的盈利能力做出保证，若业绩达不到要求则需做出补偿，这在很大程度上约束了被并购方，缓解由于信息差带来的交易不公平问题。其次，在另一个层面来讲，市场中的交易主体和外部投资者之间也存在信息差，外部投资者的消息获得有滞后性和局限性，当交易主体的并购消息传递到市场上，若标的资产估值较高，就会传递到资本市场上，影响投资者对于股票的价值判断，从而可能会引起投资者盲目投资，从而造成损失。

而企业一旦上市，上市企业与外部投资者之间也存在信息差，上市企业公开披露信息相对有限，故作为外部投资者，能够获得的关于企业真实经营状况的信息范围就比较狭窄。正是基于这种信息差的存在，给了上市公司盈余管理的空间，尤其是对于签订了业绩承诺协议的企业而言，其更有动力利用这种信息差异粉饰报表从而达到调节业绩的目的。

## ②信息传递理论

信号传递理论是基于信息不对称理论发展起来的，前文信息不对称理论中所诉，市场中的企业和投资者存在信息差，企业作为披露信息的一方，掌握主导权，为了提升投资者对企业前景的信心进而带动股票上涨，会更倾向于披露更多企业利好的信息，包括企业股利政策、企业未来战略方向、企业投融资计划等等，而投资者作为被动接收信息的一方，须对信息进行识别和判断。

而在并购重组中，标的资产的估值高低以及业绩承诺条款都会影响投资者的投资判断，首先，并购重组的决策往往就代表着企业战略上的扩张或调整，在市场上会反应为利好信息，尤其是借壳上市中，壳公司作往往是前景

黯淡、成长性较差的上市公司，借壳公司多是前景较好，急于上市的发展期非上市公司，在这种情况下，上市公司拟收购的消息一旦放出，就会向市场传递其未来前景扭转的消息，从而引起股票短时间快速上涨。其次，当并购双方对标的企业前景发展较为看好时，会倾向于签订更高的并购价格，被并购一方对未来盈利能力有信心时，也会往往签订更高额的业绩承诺条款，反之则会压低价格和承诺业绩，而这些信息都为作为利好或利差的消息传递到市场上，影响投资者对于标的企业未来的前景发展预测。

### ③目标设定理论

目标设定理论是指目标对于人的行为具有激励作用，一旦设定目标，人就会因目标的潜在驱动作用迫使自己朝着既定方向努力，并且在这个过程中反复将实际结果与之向对比，以及时地对自己的行为进行动态调整。

业绩承诺条款就是目标设定理论在并购重组中的具体体现，并购双方出于对标的企业资产的前景较为看好从而达成并购协议，被并购方签订业绩承诺协议，一方面有利于补偿双方在资产估值时存在信息差导致的交易不公平，另一方面也对被并购方管理层起到激励作用，同时在业绩承诺期间设置相应的反馈机制，便于对被并购方的资产管理进行监督。

### ④不完全契约理论

不完全契约理论是指由未来的不确定性造成约定协议的双方不可能设计出完全周密的条款，造成这种现象的原因有两个，第一是因为人本身固有的能力局限性，不可能对未来的所有情况都能精准预估，第二是因为成本效益原则，如果达成协议时力求面面俱到，只会导致协议效率低下且成本高昂，因此更为实际的应当是留出部分可以内容，等将来出现意外情况时再另行补充。

基于这种理论，并购重组中购买者与被购买者之间达成的协议不可能面面俱到，其只能对资产进行估值，约定转让价格，为了保护并购方进而签订业绩承诺协议，但对于被并购方为了达成业绩的具体途径等等并不能落实到具体的条款上，从而给了标的资产管理层很大的盈余管理空间。

## 1.4论文的创新与局限性

如前文所述，国内目前有关于业绩承诺的研究多集中于其给资本市场带来的积极作用，比如对管理层的激励、以及缓解交易不公平现象等等，较少分析业绩承诺的引入会导致企业盲目承诺高额业绩后通过盈余管理粉饰报表的现象，而针对于盈余管理的研究也更多表现为大范围上的盈余管理行为识别、手段以及对企业的绩效影响，有关于业绩承诺下企业盈余管理行为这一细分领域内的研究尚不够完善，因此本文从一个崭新的角度，将业绩承诺与上市公司盈余管理行为联系起来，希望能够给之后的有关于借壳上市业绩承诺期间的盈余管理行为深入分析提供一些启发。

但本文由于是单一的案例分析，所有的分析和判断都是基于所选取案例公司的相关信息和数据，因此结论可能并不具有普适性，对于在这之后的研究只能提供个例的参考，最终结论可能并不适用。

## 2. 文献综述

### 2.1 关于借壳上市的研究现状

#### 2.1.1 借壳上市动因研究现状

对于许多想要进入资本市场的企业来说，没有选择通过 IPO，而是通过借壳完成上市，其背后的动因往往错综复杂。

首先从国外来看，Arellano Ostoa *et al.* (2002) 认为由于 IPO 周期长、条件苛刻，因此很多企业很难达到其要求；Gleason KC *et al.* (2005) 从上市成本切入，通过分析得出相较于直接上市，借壳上市的代价相对更小，并且能在短时间内让企业能够获得较高的回报；Natinda (2017) 认为借壳上市的企业是出于通过重大资产置换改善企业境况；Distier (2017) 在经过大量研究之后认为借壳上市有利于企业树立品牌形象；Charles M.C.Lee (2019) 同样也认为通过反向购买上市的企业在上市之后的经营状况更好，因此改善经营状况也能成为企业选择借壳上市的动因。

从国内来看，雷聪雅 (2019) 经过研究对比的结论是许多企业出于改善资本结构的目的选择借壳上市，同时相较 IPO 能够规避更多的监管约束；张璐文 (2019) 也揭示出相比于 IPO 面对的高昂时间成本和诸多融资限制，有条件的企业均有可能倾向于借壳上市这一快速通道；黄宏斌 (2020) 认为借壳上市带来的大量社会关注有利于提升投资者对于企业前景的预期从而带动股价的提升；徐炜和裴哲辉 (2011) 也同样表示借壳上市带来的广告效应有利于提高企业的价值；乔文军 (2016) 着重研究赴美借壳上市这一细分领域，认为企业借由这种更具高透明度的上市途径对自身以及旗下产品进行宣传，与此同时积攒资源为企业的前景做铺垫；金炯 (1998) 从协同效应角度对并

购重组做出解释，认为借壳公司的优质资产和让壳公司的客源、内部控制等能够实现整合，从而发挥协同作用。

### 2.1.2借壳上市绩效研究现状

首先谈国外研究，Vasileios G.Oikonomou（2018）经过对大量案例的研究对比，认为相较于 IPO，借壳上市更有助于改善企业的绩效；David Allen *et al.*（2007）基于事件研究法得出结论，认为借壳上市能够给企业带来超额利益；。

而国内领域关于借壳上市绩效的研究研究结论并不一致，从短期利益上来看，大部分学者都是认同借壳上市能够给企业带来绩效提升，但在借壳上市对企业的长远影响来看，各个学者并不对此持有一致的肯定态度。赵金艳（2018）认为虽然短期内借壳上市能一定幅度地提升企业绩效，但从长远来看，这种提升只是暂时的；而冯福根（2001）则认为借壳上市对于企业的绩效是否存在积极影响这个问题还有待商榷；唐建新等（2005）对大量并购样本进行深入分析，认为并购重组对企业的正向影响更表现为一种短期的后果，而从长远来看，其对企业的绩效影响甚至稍显负向。

## 2.2关于业绩承诺的研究现状

### 2.2.1业绩承诺的正面影响研究

在关于业绩承诺的研究领域，国外的 Koshers *et al.*（2000）认为业绩承诺协议对于企业来讲是一种重要的正向激励，同时从风险角度考虑，Cain（2011）认为由于与业绩承诺的存在，企业为了规避高额补偿，对于风险会更加敏感；Li（2018）将业绩承诺与股改效率联系在一起，揭示出前者对后者的促进作用；Smith *et al.*（2003）表明这种业绩承诺协议有益于削弱交易双方之间的信息不对称问题；Barbopoulos（2012）表明信息的差异会滋生风险，业绩承诺的出现削弱了这些风险的可能性。

而国内对于业绩承诺的研究也逐步增多，余胜良（2018）指出业绩承诺与商誉的关系，其表明较高的业绩目标会无形之中影响并购重组中的资产估



价，从而产生商誉；范庆泉（2017）等人对企业的业绩完成率进行研究后发现，大部分完成业绩要求的企业也只是业绩刚好踩线或者略高一点点，原因是因为大部分的企业出于规避风险的原因会比较保守；刘磊等（2019）认为企业为了提升投资者对于企业前景的信心从而带动标的资产估值增加，因此会倾向于对业绩前景有更高的预期从而作出较高的业绩承诺；李旒等（2019）认为业绩承诺带来的效应是可变的，会受到公司现状的影响以及投资者的影响；金少余等（2020）表明业绩承诺对于企业的绩效存在明显的正向影响，并且关联交易等还能在其中发挥较大作用；董晨阳（2021）通过对大量案例进行研究，认为企业在签订业绩承诺协议后即使在承诺期间内未完成既定目标，也并不会立即对商誉计提减值准备，会更加倾向于在承诺期间到期之后再继续进行。

### 2.2.2 业绩承诺的负面影响研究

在国外，Clarke（2018）在其研究中就表达业绩承诺会导致企业短视，只顾当前业绩而罔顾长期利益，Viarengo L（2018）也表达了相似的观点，认为这种将净利润与现金补偿相联系的协议会在很大程度上致使企业只顾眼前；而在国内，孔宁宁（2020）就表明业绩承诺的存在容易致使企业一味大额投资；姚又文（2014）提出由于业绩承诺只对交易一方有约束，故很可能会扰乱并购重组中对标的资产估值；李秉祥（2019）表明高额的业绩目标会抑制并购重组中的资源整合；杨志强（2019）则指出上市企业为了达成业绩，会削减研发支出，对企业未来的发展埋下隐患。

## 2.3 关于盈余管理的研究现状

盈余管理的途径多种多样，但从大的方向来分，目前学术界主要将其分成两类，一类是真实盈余管理，一类是应计盈余管理。前者是指企业利用自身的真实企业行为，例如投资行为、筹资行为等等，操纵企业利润，对企业的盈利水平和现金流量均能产生真实影响。后者应计盈余管理，顾名思义，企业管理层并没有改变企业的盈余水平，而是在会计准则及相关法规的约束

下，通过灵活变更会计政策及会计估计等等，改变公司盈余的分布期间。

### ①真实盈余管理

如前所述，真实盈余管理是基于企业的真实活动，以求对企业的盈余水平构成真实影响。在现实生活中，真实盈余管理的手段多种多样，最为常见的方法包括通过关联方虚构收入、减少变动成本、通过大幅降价以求销量短期快速上涨等等。由于真实盈余管理的手段并不体现于可以客观统一的标准，因此相比起应计盈余管理而言，真实盈余管理更加具有隐蔽性，外部监管机构和投资者很难从财务报表所提供的信息中甄别出来。而对于企业而言，真实盈余管理改变对企业盈利水平和现金流水平能构成真实影响，操作得当可以在极大的程度上起到粉饰报表的作用，且不容易被相关监管机构所发现，因此真实盈余管理是企业在进行盈余管理时经常使用的途径。但真实盈余管理与利润操纵的界定模糊，过度真实盈余管理会减损企业会计信息的真实性和可靠性，因此对于真实盈余管理的抑制和监管也一直是学术界的议题。

### ②应计盈余管理

如前所述，应计盈余管理区别于真实盈余管理，其侧重点在于对于会计政策和会计估计等的选择，因此进行盈余管理的后果并非直接改变企业的盈余空间，而是改变企业盈余的分布状态。其产生是基于权责发生制，通过对应计项目进行监管允许下的调控，达到盈余管理的目的。最为常见的方法包括改变折旧摊销的年限及方法、改变投资性房地产的计量模式、调整研发费用的资本化比例、调整坏账估计或资产减值损失等等。相比真实盈余管理，应计盈余管理的方法简便，操作简单，但由于其依赖于具有外部标准的会计政策等，因此会更容易被识别出来。同时从另一个层面来讲，应计盈余管理由于只是通过调控应计项目等改变了企业的盈余分布，因此虽说短期可以粉饰报表，但从长远来看，短期内增加的利润会在之后的时间内逐渐显现原形，故这种方法对于具有特定期限盈余管理需求的企业来讲，不失为一种合适的选择。

## 2.3.1 盈余管理的动机研究

首先谈国外领域，Sweeney（1994）证明了企业利用应计盈余管理以求规

避债务违约；Cohan（1992）表明企业考虑到监管因素，也会进行向下盈余管理；Blaylocketal（2015）则经过研究证实，企业如果通过税务手段提升企业市值，那么未来期间股价下滑就无可避免导致企业背负处罚，因此企业在基于调控利润的角度会采用盈余管理；Datta（2018）认为实力较弱的企业出于竞争考虑，会倾向于通过盈余管理粉饰企业财报以达到提升市值的目的，而强者在此方面的需求较低；Hanley（2018）认为资产公允价值存在较大的主观调节空间，因此基于自身利润出发管理者会适当采用盈余管理；Geln *et al.*（2019）将盈余管理与企业所处市场环境相结合，认为当环境的恶劣对导致企业谨慎性的加强，因此基于对风险的规避，企业更容易进行盈余管理；Konari Uchida（2020）经过研究发现，企业对外部资本的来源与其盈余管理行为存在正向关系。

接着再谈国内，冯丽梅（2017）将背后的动机分成三类，分别为筹资、避税和高管利益；刘圆圆（2020）从主客观两个角度进行分析，客观角度主要表现为内部控制效果不佳以及外部约束不够，主观角度主要表现为业绩承诺达标需求、企业市值提升需求、外部筹资等等；张岩（2018）认为IPO企业在募资之初出于粉饰报表、提升市值的目的，会因此进行盈余管理；刘明明等（2017）认为业绩承诺下经营状况不佳的企业为了规避高额赔偿，会利用盈余管理改善企业财务盈余；谢海东、谭琦颖（2018）也同样利用实证研究证实了这一观点，即签订业绩承诺后的企业如果因业绩不佳面临违约，就很有可能使用盈余管理手段达到改变企业盈利水平的目的；早期学者也动机方面颇有研究，魏如海（2000）认为企业动机之一包括为了是经营扭亏从而参与资本市场筹资活动；陈晓等（2004）也同样从扭亏角度考量，通过实证分析证实处于亏损状态的上市公司会经盈余管理改变业绩亏损的困境。

### 2.3.2 盈余管理的手段研究

谈到盈余管理的手段，王永贵（2018）认为盈余管理的手段大致上分为两种方向，要么借由虚构客户和关联交易以增加营业收入，要么通过盈余管理改善现金流；詹红雁（2018）认为收入的虚增是盈余管理最主要的途径；卢欢（2020）通过对大量样本进行对比分析，认为中小企业在盈余管理方面

相比规模较大的公司而言，会更倾向于通过调整会计政策来实行；陈波、王翠婷（2010）在对比应计盈余管理和真实盈余管理后认为，采用应计盈余管理受到政府以及各种监管部门的约束，相关政策也处在不断的动态调整中，因此如果只仅仅采用应计盈余管理的方法，实则很难完成盈余管理的最终指标；李增福（2011）也表达同样的观点，认为对于企业盈余管理来说，将真实盈余管理和应计盈余管理相结合方为最佳选择；赵春光（2006）深入研究，提出计提资产减值在盈余管理中的比较重要的地位；魏涛（2007）着重分析真实盈余管理，认为企业主要通过资产处置损益、政府补助等非常规活动进行利润调控；王良成（2014）的研究侧重于真实盈余管理和应计盈余管理的关系，前者不易被发现但难度更高，对操纵者会提出更高的要求，后者管理空间更大，也更加简便，但是容易被监管机构所发现，企业应根据具体情况选择更契合自身发展的方式。

### 2.3.3 盈余管理的绩效研究

关于盈余管理的绩效问题，盈余管理产生的影响是多方面的，并不仅仅是正面的作用，有的时候也会给企业绩效带来负面的作用。刘新新（2019）经过大量的实证分析，认为企业通过盈余管理将企业盈利平滑分布在不同的时期，合适的盈余管理将使企业的盈利从外部来看呈现出连续性，从而达到调控更长远绩效的目标；张自巧（2013）比照应计盈余管理和真实盈余管理，认为前者可以在短时间内对企业的绩效产生较大影响，而后者的影响会更为长远。

## 2.4 关于业绩承诺下盈余管理的研究现状

当企业给出业绩承诺后，在压力的促使下会更有动力进行盈余管理，因此大量的国内外学者对两者之间的关系进行深入研究。Yong Li（2020）对大量案例进行比对之后发现，公开的业绩承诺可以切实有效的帮助企业提升业绩，当可能面临未能达标的风险的时候，企业就更加倾向于通过这种方式来规避可能发生的巨额赔偿；Hou Q（2015）证实了盈余管理与业绩承诺之间确

实存在联系，且不同的承诺指标下采取的管理手段也不尽相同，若指标为收入性项目，则针对非经常性项目的盈余管理会成为许多企业的选择，如果非经常性项目并未囊括在业绩指标中的话，企业就会更多依赖于调整应计项目去达成目标；Heidari（2012）强调信息差导致企业采取盈余管理达成高额业绩目标的可能性；Cadamn（2014）强调业绩承诺中双向补偿的重要性，其认为双向的补偿有利于企业提升企业业绩的同时也削弱了企业通过盈余管理调节利润的短视行为；Ismail M（2017）认为业绩承诺协议中的高额补偿款是绝大部分企业粉饰报表的根本原因；Ahmed（2018）根据企业业绩承诺的签订与否作为区分标准进行比对，发现企业一旦签订业绩承诺协议，在承诺期间内会使用盈余管理手段美化财务报表信息，包括虚增收入、削减成本等等途径。

国内关于这两者之间联系的研究也并不少见，王萍（2013）基于大量数据分析得出企业在高业绩承诺下会倾向于操控成本支出以提高盈利水平；谢海东等（2018）则发现这一联系具有普遍性，不仅存在于私企，也存在于国企；阳葵兰等（2019）表明由于业绩承诺大多表现为单一的最终衡量指标，很难落实到具体的细分项目，因此这给了管理层极大的利润操纵空间，使得高管能够通过非常规手段实现业绩要求；刘娥（2021）指出信息差的存在给业绩承诺下的企业盈余管理提供了操作空间；徐莉萍（2021）点名股价下跌与企业承诺期间内盈余管理行为的联系，认为如果控股股东将股权质押，那么业绩承诺方为了避免股价走低就会在承诺期间内大力盈余管理以求完成既定目标；吕长江（2014）认为承诺方在承诺期间的业绩好坏与其盈余管理强度呈现负相关，即期间内的公司经营情况越差，就越有可能通过大量的正向盈余管理行为达到改善企业财务信息的目的；于赫等（2021）着重研究企业在既定期间届满之后的达标率与其盈余管理行为之间的联系，发现达标率高于120%者在期后的盈利水平也较高，并未出现大幅下滑，这说明承诺方本身的业绩和盈利能力就较强，因此就不太需要粉饰报表，但是承诺期间届满后达标率未达120%者以及未达标者，期后往往就存在“变脸期”，企业盈余表现不佳，而通过对这部分企业的深入研究后就会发现其在承诺期间内通过盈余管理提升盈余以规避可能面对的高额补偿；王竞达（2017）指出业绩承诺企业签订的业绩目标往往代表着企业对其未来业绩情况的预测，但是许多企业

的这一预测水平竟与其最终实现水平惊人一致，这表明企业很可能采取非常规手段操纵利润，以使利润触及合格线；马乐静（2022）通过案例证实前述观点，其研究的案例在承诺期间届满后多项财务比率大幅降低甚至趋近为零；于贝贝（2021）表明企业在期间内会顾虑到市场投资者的反应，因此通过盈余管理把控风险以及传递市场信息，常见手段包括利用关联交易、降低赊销门槛等等；李井林等（2019）认为业绩承诺期间的盈余管理致使企业目光短浅只顾眼前，故而在期间届满后才会存在所谓的“业绩变脸”。

## 2.5 文献综述评述

经过对国内外的大量文献进行比对分析，不难发现国外学术界针对业绩承诺的研究比较多元，既表明其在并购重组中的正面影响，包括提高企业市值、对高管的激励作用等等，但也同时指出其带来的并非全是好的后果，比如最为常见的企业在承诺了高业绩之后，会更倾向于利用盈余管理粉饰报表，致使企业只顾眼前忽略长期发展。而在我国国内的学术界，我国学者对业绩承诺的研究也逐渐从其积极影响转向其消极影响，研究的侧重点从促进股改逐渐转向其引发的企业估值、投资者利益维护等问题，有关于业绩承诺与盈余管理的研究在国内相对较少，尤其是有针对性的案例分析更是少见。尽管如此，国内已经有大量研究证实签订业绩承诺协议后的上市企业为达成业绩目的会通过盈余管理手段调节盈余水平，但针对企业具体采取的盈余管理操作方法，以及盈余管理后对于企业以及资本市场等具体产生的影响等等问题的研究都还处在起步阶段，目前的研究成果相对匮乏，需要进一步的完善。总的来说，借壳上市和业绩承诺分别都是当今学术界的热门讨论议题，围绕两者的学术研究成果也层出不穷，基于这种热度下的承诺方期间届满后业绩变脸的现象自然也吸引了大批学者的注意，而这种现象的背后成因是与盈余管理分不开的，因此有关于业绩承诺下的盈余管理问题研究，既会是一个极具现实意义的学术议题，也能够填补国内学术界在这一细分话题的研究空白。本篇论文选择具有代表性的现实案例，以过往学者通过研究得出的结论为基础，深入讨论业绩承诺下企业进行盈余管理的模式。

## 3. 上市公司业绩承诺与盈余管理现状分析

### 3.1 业绩承诺规模

根据 Wind 数据库并购重组板块上的公开信息，如果以承诺期限届满为条件，以 2011 年到 2020 年为统计区间，在这十年间成功通过借壳完成上市的企业共有 151 家，其中，有 122 家签订了业绩承诺协议，具体按照年限的分布情况如下图所示：

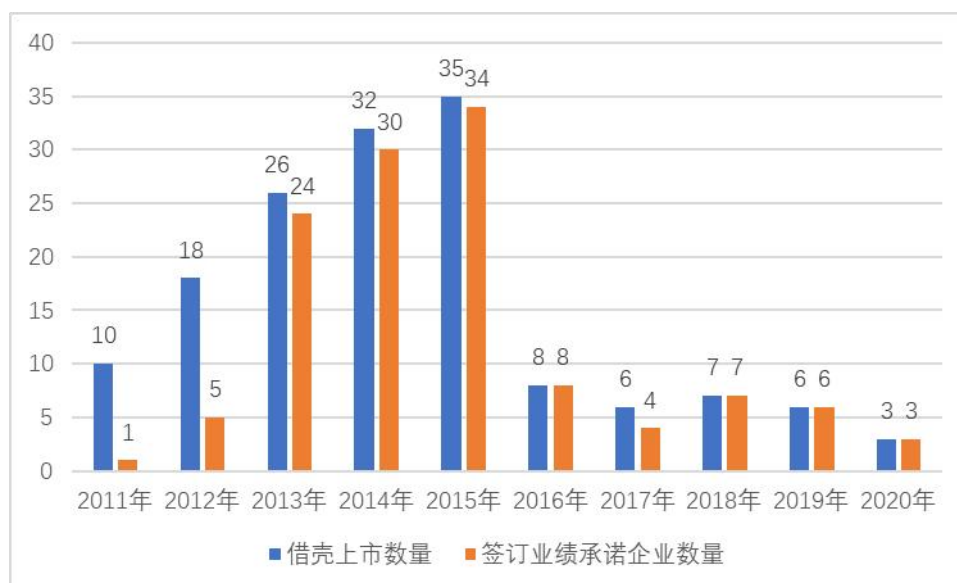


图 3-1 2011-2020 国内借壳上市及业绩承诺签订数量

数据来源：Wind 金融终端

从上图可以看出，我国资本市场从 2013 年开始进入一个“借壳热”时期，大量企业在此阶段选择通过借壳实现成功上市，但这种趋势在 2015 年后并没

有得到延续，借壳上市企业数量骤减。同时更为值得注意的是，借壳上市企业中签订业绩承诺协议的比例也在发生变化，在 2011 年和 2012 年仅有一部分借壳上市企业做出了业绩承诺，从 2013 年开始，通过借壳成功上市的企业中有九成以上都会签订业绩承诺协议，即使是在借壳上市总体数量骤降的 2016 年及以后，这一比例也并未发生太大的变化，2016、2018、2019 三年甚至达到 100%。但值得一提的是，我国 2014 年开始就取消了业绩承诺的强制签订，但业绩承诺比例却并未因此发生下降，原因可能在于借壳上市企业通过签订高额业绩承诺从而提升市场对其前景的预期，也在一定程度上有益于提升标的资产估值。

### 3.2 承诺期内业绩完成率分布情况

根据签订业绩承诺协议后承诺期间内每一年的业绩达成率，将上述 2011 年-2020 年签订业绩承诺协议的 122 家企业的业绩完成情况统计如下：

表 3-1 2011-2020 年业绩承诺方业绩完成率分布

业绩实现比率	第一年		第二年		第三年	
	项目数量	占比	项目数量	占比	项目数量	占比
$(-\infty, 0)$	0	0.00%	1	1.27%	3	4.29%
$[0, 100\%)$	17	20.24%	44	55.70%	22	31.43%
$[100\%, 120\%)$	54	64.29%	16	20.25%	31	44.29%
$[120\%, +\infty)$	13	15.48%	18	22.78%	14	20.00%
综合	84	100.00%	79	100.00%	70	100.00%

数据来源：Wind 金融终端

根据目前学术界的界定，100%到 120%这个业绩完成比率范围被称作“神预测范围”，即通俗理解的业绩精准踩线，业绩完成率刚好处在这个区间内的企业往往会存在通过盈余管理行为调节企业业绩，通过人为的刻意调节以使企业最终业绩指标刚好与既定目标吻合。而通过上表可以发现，处在这一区间内的借壳上市企业数量是最多的，这表明对于借壳上市企业而言，通过实施盈余管理行为达成业绩目标已经是一个较为普遍的现象。而这种现象尤以业绩承诺期的第一年更甚，原因可能在于企业通过借壳完成上市后急于通过完成业绩证明自身的发展前景，从而稳定投资者的心情，这有利于企业上市后股价的上涨，更有利于企业上市后在资本市场上进行大规模筹资。另外一



个值得注意的现象是，除开精准踩线这一特殊类别后，每年完成率超过 120% 的借壳上市企业占比远远低于业绩未完成企业的占比，这在某种程度上表明对于大部分的借壳上市企业而言，要么是在签订业绩承诺协议的时候对未来业绩的预测过于乐观，忽视了客观存在的风险以及环境的变化，要么就是出于提升标的资产估值以及提升上市后股价的目的故意做出高额业绩目标承诺，但无论是哪一种，都在一定程度上扰乱了资本市场的秩序，企业必定会为了尽力达到业绩要求做出粉饰报表的行为。

### 3.3 业绩承诺期内业绩未达标时期分布

如果将业绩没有达到当年既定目标的历年情况进行汇总，根据其未能实现目标的时期进行划分，得到下图数据：

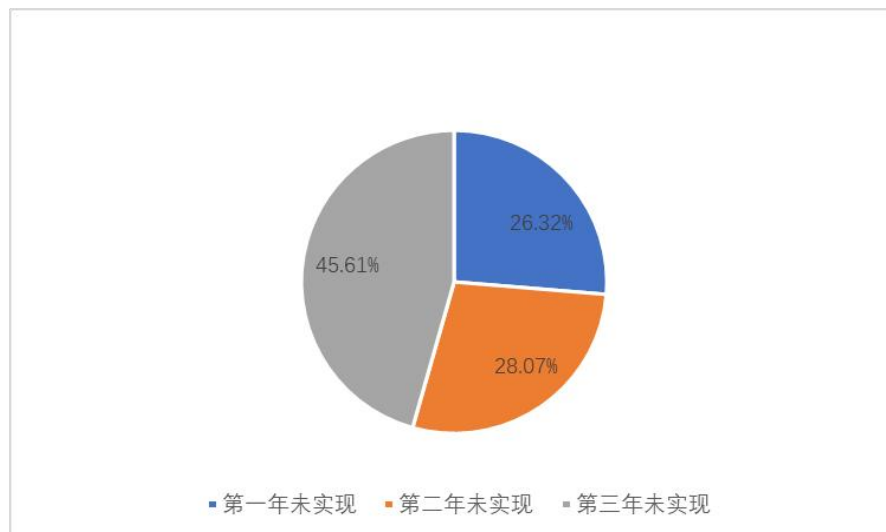


图 3-2 承诺期内不同时期未达标情况占比

数据来源：根据 Wind 金融终端整理所得

根据上图可以发现，借壳上市后的企业在第三年未达到既定目标的情形占比是最高的，即第三年达不成业绩的可能性远高于前两年，承诺期间内三年的业绩违约可能性随年份逐渐升高。造成这一现象的原因可能是借壳上市企业在签订业绩承诺协议时，往往是基于当时的自身条件、市场环境和行业背景而对未来做出预测，但是现实的条件往往瞬息万变，越是遥远的以后就越是充满了由各种不确定性造成的风险，最典型的例子就是 2020 年初出现的

新冠疫情,对诸多行业和整个经济环境都造成了非常大的冲击,这对于在 2020 年以前签订业绩承诺协议的企业来说,就是一个完全始料未及的突发情况,这同样也是造成本篇论文所选案例罗欣药业在 2020 年和 2021 年不能达成既定业绩目标的最直接原因。因此,对于业绩承诺方而言,立足于当下尽力把控由于未来的确定性造成的风险,才能尽量地避免因未来各种内外部因素的影响致使业绩不达标,从而不得不付出高额补偿的情形。

### 3.4 业绩承诺背景下企业实施盈余管理行为的必然性

业绩承诺本质上为资本市场上并购重组双方签订的一种契约,该契约严格意义上来说是一种单向的约束协议,即其只对标的企业具有约束力,在借壳上市中,借壳公司通过重大资产置换等方式取得上市公司身份,那么其就应对其上市后的发展前景做出一定保证,如果业绩承诺期间未能实现协议中约定的业绩目标,企业就须做出现金或股份形式的补偿,并且这一补偿金额的数额与未实现业绩部分的金额呈正相关,算是标的企业因为违约而付出的违约成本,因此对于签订了业绩承诺协议的标的公司来说,在承诺期内一定会尽力达成业绩目标,以规避或者尽量减少业绩补偿数额。

而通过前述对国内资本市场目前的业绩承诺现状来看,业绩承诺方在签订业绩承诺协议的时候往往会倾向于签订较高的业绩目标,一方面是为了提高并购重组双方在博弈过程中的标的资产估值,而另一方面是为了向市场传递企业上市后发展前景极佳的信号,从而带动股价上涨,但是在上市后,高额的业绩目标会给企业带来巨大的业绩压力,企业如果面临无法完成业绩,就只能通过盈余管理行为粉饰报表,以此达到规避或者减少高额补偿的目的。

结合现实情况来看,通过分析总结目前资本市场业绩承诺完成现状,一方面,完成业绩承诺的上市公司的业绩完成率多集中在 100%-120%这个区间,即“精准踩线”完成业绩已经成为了一个较为普遍的现象,这表明上市企业确实有通过人为调节粉饰业绩的嫌疑,承诺期届满后广泛存在的“业绩变脸”现象也证实了这一猜想。而另一方面,仔细分析未完成业绩的情况,会发现离签订业绩承诺的时间越远,企业违约的可能性就越高,这也从侧面证明了上市公司签订业绩的时候对未来前景过于乐观,忽视了因未来各种未知因素

给企业造成风险的可能性，因此企业在承诺期内越是到后期就越是难以达到既定业绩目标，在这种情况下如果想要减少业绩补偿数额，就只能通过实施盈余管理行为调节业绩，尽力缩小业绩指标真实数额与目标数额之间的差距。

## 4. 案例分析

### 4.1 案例选择说明

罗欣药业作为一家在境内经营的医药企业，于 2005 年在香港挂牌上市，但一方面，随着国内 A 股资本市场 2000 年后蓬勃发展，上市企业越来越多，融资规模也不断增加，融资环境随着资本市场的发展越来越好，另一方面，从宏观市场来看，港股估值水平持续降低，造成港股股价低迷，因此吸引着越来越多的 H 股企业回归 A 股，即指已经在境外资本市场上上市的企业私有化退市然后回到国内 A 股资本市场再上市。罗欣药业（山东罗欣药业股份有限公司）的特殊性在于，其是首家在港市私有化退市成功通过借壳上市回归 A 股的 H 股企业，虽然承诺期限届满并未成功兑现业绩承诺，但其借壳上市后的盈余管理仍然具有较大的借鉴和警示意义，能够给其他试图通过借壳回归 A 股的企业提供参考。

而从另外一个角度来看，2020 年国内新冠疫情肆虐，给许多产业都造成了不小的冲击，这对于在 2020 年之前签订了业绩承诺协议的上市企业来说，是一个完全始料未及的突发状况。疫情的冲击导致医药行业生产经营都受到很大影响，罗欣药业作为一家在 2019 年底完成借壳上市的企业，其上市之后的业绩承诺期刚好撞上新冠疫情爆发的时期，在这种情况下不能实现业绩目标几乎无可避免，对罗欣药业在业绩不能完全达成的压力下的盈余管理行为进行分析，对于其他企图通过借壳完成上市的企业具有极大的警示作用，提醒业绩承诺方在进行业绩承诺点的时候不可忽略未来的不确定性因素给企业带来的风险，避免因图一时之利而签订过高的业绩承诺，从而在未来背负巨大的业绩补偿压力。

## 4.2 案例公司介绍

### 4.2.1 借壳公司——罗欣药业

#### ① 历史沿革

罗欣药业全称山东药业股份有限公司，最早成立于 1995 年 12 月 14 日，成立之初为山东罗欣制药厂，而后经过两度改制重组，成为山东罗欣股份有限公司。2005 年 11 月，罗欣药业成功上市港交所创业板。从 2005 年到 2015 年之间累计分红近十亿元，但由于在港交所的企业估值持续低迷，融资效果未及预期，罗欣药业曾先后三次向港交所申请转板，但均未获得批准，2017 年，罗欣药业决定在港交所进行私有化，于 2017 年 3 月份收到私有化要约，并于同年 6 月成功私有化退市。2019 年 12 月 31 日，罗欣药业通过借壳上市成功上市 A 股。

#### ② 股权结构

在本次重大并购重组之前，罗欣药业实际控制人为刘保起，控股股东为罗欣控股，控股股东及其一致行动人合计享有罗欣药业股份 61.12%。

#### ③ 经营情况

企业定位国家高新技术企业，其主营业务主要分为两个大的板块，一个是商业板块，一个是工业板块，前者是指罗欣药业作为一级经销商参与医学药物的配送运输和相关贸易业务，后者是指其作为医药研发企业进行医学药物的研究开发、生产以及销售。其主要产品包括呼吸类、消化类药品等，从公司医药研发的长期战略来看，其主营的产品既包括创新药，也包括仿制药，公司长期采取的发展策略为仿创结合。

从企业公开披露的财务信息来看，罗欣药业经过多年发展，客户群体相对固定，主要面对国内各个大型公立医院。这导致企业应收账款的坏账风险较低，但是相比较起来，回款周期也会更长，但好在上下游周期都想对稳定，因此罗欣药业未出现较大的流动资金短缺风险。

### 4.2.2 壳公司——东音股份

### ①历史沿革

东音股份全程浙江东音泵业股份有限公司，于 2003 年成立，2012 年变更为股份有限公司。2016 年 4 月，东音股份成功上市深交所中小板。2019 年 4 月，东音股份披露重大资产重组报告，作为壳公司由山东罗欣药业借壳完成上市。2019 年 12 月 31 日，东音股份与罗欣药业完成资产置换，东音股份正式持有罗欣药业股份 6.07 亿股，不再具有实质经营业务。

### ②股权结构

东音股份是典型的家族式企业，实际控制人为方秀宝，其妻李雪琴、其儿女方东晖、方洁音均持有公司股权，具体持股情况如下表所示：

**表 4-1 东音股份股权结构**

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
方秀宝	13,335.50	37.18%
李雪琴	3,457.53	9.64%
方东晖	2,784.60	7.76%
方洁音	2,784.60	7.76%
温岭市大任投资管理有限公司	1,044.21	2.91%
其他原有股东	12,460.65	34.75%

数据来源：东音股份披露的重大资产重组报告

### ③业务情况

公司专业从事井用潜水泵等的研发、生产以及销售，属于通用设备制造业。作为国家高新技术企业，公司的核心产品为井用潜水泵，该产品的销售收入是东音股份的核心收入来源。公司产品主要销往国外，国内业务占比较小。东音股份的经营模式主要为经销，旗下产品既包括自主品牌产品，也包括贴牌产品。从东音股份在让壳前披露的财务报表来看，企业自有资金充足，足够支撑企业运转，且由于行业发展陷入瓶颈，公司扩大产能的性价比较低，因此对于东音股份来讲，其虽然拥有上市公司的身份，但融资需求并不强烈。

## 4.3 罗欣药业借壳东音股份上市事件全过程

### 4.3.1 交易主体达成借壳上市的背景及动因

#### （1）对于借壳方罗欣药业

罗欣药业于 2005 年登录港交所创业板，从 2005 年到 2015 年之间累计分红近十亿元，但由于在港交所的企业估值持续低迷，融资效果未及预期，罗欣药业曾先后三次申请转板，但没有一次获批，2017 年，罗欣药业决定在港交所进行私有化，于 2017 年 3 月份收到私有化要约，并于同年 6 月成功私有化退市。

对于罗欣药业而言，其在港交所私有化退市后选择借壳上市 A 股市场，背后的原因主要有以下几个方面：

#### ①医药行业政策收紧下的巨额融资需求

近年来医药行业政策收紧，监管方面持续加强，集采政策和带量采购政策等陆续推出，导致国内大量成品药价格大幅下降，而近几年国家医保领域的完善也使得许多研发成本高的稀缺药品被纳入了医保范围，医药行业的企业在这种行业环境下的竞争变得更加激烈，想要在行业中占据有利地位的最佳途径就是寻求差异化，即大力研发新药品，持续地进行研究与创新。但是众所周知，医药行业的研发有周期长、成本高且风险极高的特点，这对医药企业的资金能力提出了很高的要求。

对于罗欣药业而言，其研发资金需求更为显著，首先一方面，从罗欣药业的核心竞争药品来看，抗生素类药物与消化类药物是其主力产品，从公司公开披露的年报来看，这两类药物在主营业务收入占比之和达 60%。

**表 4-2 罗欣药业上市前业务占比情况**

产品名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-5 月	
	金额 (万元)	占主营业 务比例 (%)	金额 (万元)	占主营业 务比例 (%)	金额 (万元)	占主营业 务比例 (%)	金额 (万元)	占主营业 务比例 (%)
抗生素类	15.16	32.09	17.67	33.70	19.53	31.52	10.05	29.57
消化类	15.13	32.03	16.10	30.71	17.29	27.92	8.79	25.84
合计	30.29	64.12	33.77	64.41	36.82	59.44	18.84	55.41

数据来源：根据公开年报整理

在消化药类和抗生素类领域，罗欣药业算是医药企业中的佼佼者，但拿抗生素类药物领域举例来说，抗生素领域市场集中度较低，企业较为分散，

且抗生素类药物受国家医药行业政策的影响，药价下滑严重，而与此同时，罗欣药业缺乏独家自研药物以及数十亿级别的可支撑型品种，这导致罗欣药业在目前的医药政策下的处境更为艰难，迫切需要大量资金进行新药研发。

但是从另一方面，即企业本身的融资现状来看，罗欣药业在巨大研发需求的情况下，其融资现状却不甚乐观。从公司公布的年报来看，罗欣药业在借壳上市前的主要融资来源为短期银行借款，表现出周期短、金额低的特点，一是因为罗欣药业在医药行业多年耕耘下来，其上游付款周期、下游收款周期均已经相对固定，因此在日常运营中不会有较大的流动资金需求，二是因为虽然企业有大额的资金需求用于研发新药，但医药行业新药研发周期长、金额大、风险高，因此银行出于规避风险的考量不愿意为企业提供用于研发项目的长期高额贷款。因此对于像罗欣药业这种有融资需要的医药行业来说，想办法快速上市获得市场资金支持，才是保证企业长远发展的最佳途径。

### ②IPO 周期较长，借壳上市更为便捷。

相较于借壳上市而言，A 股资本市场 IPO 的完成需要经过许多程序，需要接受证券公司的辅导，制作申报底稿，经历漫长的上市排队等候，接受来自交易所的多轮问询等等，整个完整流程的完成一般都需 3 年左右，用时 4-5 年者也并不少见，相比起来，借壳上市虽说会付出较高的成本，但耗时较短，一般半年到一年的时间即可完成。对于医药企业来说，目前行业竞争激烈且国家医药政策瞬息万变，新药研发时效性也较强，因此通过更加高效便捷的方式上市即借壳上市成了许多医药企业的选择。

### ③通过借壳树立企业形象，形成品牌效应

在资本市场中，借壳上市绝非易事，往往会收到来自社会各界的关注，且借壳上市的企业因为业绩承诺协议的签订等等因素，也会被市场视为极具发展前景，因此，选择借壳上市在一定程度上为企业起到了宣传和扩大知名度的作用，同时由于信号传递理论，会提高投资者对于企业未来发展的预期，这种品牌效应非常有利于企业成功借壳上市后的长远发展，也为其之后利用上市公司的身份募集资金铺设了有利的条件。

## (2) 对于让壳方东音股份

东音股份于 2016 年 4 月 15 日成功上市，但其上市之后的 2016 至 2019 三年期间，公司整体经营状况面临产业同质化严重、经营业绩走低，偿债压



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/056235152124010035>